新能源与汽车研究部

公牛集团 (603195.SH) 增持（维持评级）

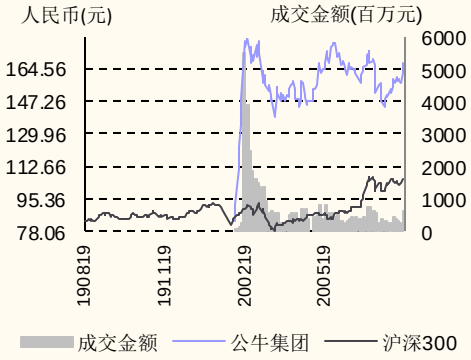
公司点评

市场价格（人民币）：168.00 元

修内功，走远路，二季度营收环比改善明显

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.01
已上市流通 A 股(亿股)	.60
总市值(亿元)	1,009.03
年内股价最高最低(元)	168.00/144.55
沪深 300 指数	4813
上证指数	3451



相关报告

1.《公牛集团深度研究-专注成就极致》，2020.4.28

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	3.105	4.266	3.872	4.924	6.012
每股净资产(元)	6.01	10.28	16.85	20.27	24.88
每股经营性现金流(元)	3.54	4.25	4.63	5.19	6.48
市盈率(倍)	0.00	0.00	43.39	34.12	27.94
净利润增长率(%)	30.45%	37.38%	0.85%	27.16%	22.10%
净资产收益率(%)	51.63%	41.50%	22.98%	24.30%	24.16%
总股本(百万股)	540.00	540.00	600.00	600.00	600.00

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2020 年中报，营业收入和归母净利润分别为 41.09 亿元、8.04 亿元，同比分别增长-17.35%、-24.62%。

经营分析

- **Q2 营收同比基本持平，毛利率下降主要系产品营收占比变化。**Q1 受到疫情影响，地产施工、竣工大幅减缓，与装修相关的墙面开关、LED 业务受到较大影响，Q2 以来地产竣工逐步回暖，转换器及数码配件业务稳中有升的同时，墙面开关和 LED 业务逐步复苏。公司上半年毛利率 37.64%，同比下降 2.65 个百分点，主要原因是高毛利率的墙面开关收入占比下降所致。
- **加快新产品推广，赋能经销商，公司坚持修炼内功。新产品：**凭借深刻的消费者洞察，公司上半年相继推出 MINI 款两极插座、家居焕新插座、中高端 PIANO 系列装饰开关、65W 及更大功率快充电源产品、多合一移动电源等新产品，大多取得了较好的市场反馈。同时公司加快 LED 产品系列补短板工作，不断完善光源、基础灯具、筒灯、射灯等产品矩阵，同时上市耀晖、郎晨等 10 款装饰灯新品。**赋能经销商：**抓住疫情机会公司积极开展经销商线上培训，同时协调经销商帮扶终端网点动销。
- **公司持续推进大客户、数字化营销、智能家居战略。大客户：**在集团层面设立了 B 端事业部，目前公司已经与保利、融创、金地等大型房企达成合作，并与索菲亚等家具开展嵌入式产品合作。**数字化营销：**公司一方面积极推进线上经销商开发力度并推进精准化电商运营，另一方面借助抖音、小红书微信等数字化平台全面开展品牌宣传。**智能家居：**上半年公司重点推进智能墙壁开关插座、公牛云、智能模块的研发工作，并持续优化公牛智家 APP 用户体验。

盈利预测和投资建议

- 公司墙面开关业务受疫情影响，下调 2020-2022 年公司归母净利润至 23.2/29.5/36.1 亿元(-9%/-6%/-4%)。维持增持评级。

风险提示

- 宏观经济复苏不达预期；全球疫情反复；毛利率大幅下滑；

邓伟 分析师 SAC 执业编号：S1130519070002
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**7,240**	**9,065**	**10,040**	**10,086**	**11,853**	**14,710**
增长率		25.2%	10.8%	0.5%	17.5%	24.1%
主营业务成本	-4,508	-5,745	-5,882	-6,028	-6,971	-8,633
%销售收入	62.3%	63.4%	58.6%	59.8%	58.8%	58.7%
毛利	2,732	3,320	4,158	4,058	4,882	6,077
%销售收入	37.7%	36.6%	41.4%	40.2%	41.2%	41.3%
营业税金及附加	-52	-69	-75	-76	-89	-110
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-680	-747	-725	-645	-782	-1,000
%销售收入	9.4%	8.2%	7.2%	6.4%	6.6%	6.8%
管理费用	-359	-342	-379	-414	-474	-588
%销售收入	5.0%	3.8%	3.8%	4.1%	4.0%	4.0%
研发费用	-287	-351	-393	-388	-462	-581
%销售收入	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	4.0%
息税前利润（EBIT）	1,354	1,812	2,585	2,535	3,075	3,797
%销售收入	18.7%	20.0%	25.7%	25.1%	25.9%	25.8%
财务费用	-6	-5	17	51	73	63
%销售收入	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.4%
资产减值损失	-6	2	-1	-3	-5	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	103	97	106	56	215	240
%税前利润	6.8%	5.0%	3.9%	2.1%	6.2%	5.7%
营业利润	1,531	1,960	2,769	2,727	3,458	4,214
营业利润率	21.1%	21.6%	27.6%	27.0%	29.2%	28.6%
营业外收支	-20	-8	-74	0	10	20
税前利润	1,511	1,951	2,695	2,727	3,468	4,234
利润率	20.9%	21.5%	26.8%	27.0%	29.3%	28.8%
所得税	-225	-275	-391	-404	-513	-627
所得税率	14.9%	14.1%	14.5%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	1,285	1,677	2,304	2,323	2,954	3,607
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**1,285**	**1,677**	**2,304**	**2,323**	**2,954**	**3,607**
净利率	17.8%	18.5%	22.9%	23.0%	24.9%	24.5%
		30.5%	37.4%	0.8%	27.2%	22.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,285	1,677	2,304	2,323	2,954	3,607
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	108	163	198	201	275	404
非经营收益	-116	-58	-95	-67	-230	-266
营运资金变动	-114	128	-109	318	115	144
经营活动现金净流	**1,164**	**1,910**	**2,297**	**2,775**	**3,114**	**3,890**
资本开支	-397	-473	-442	-428	-2,200	-2,290
投资	30	-10	0	-2,874	-530	-1,330
其他	944	-798	-1,350	56	215	240
投资活动现金净流	**577**	**-1,281**	**-1,792**	**-3,246**	**-2,515**	**-3,380**
股权募资	0	0	0	3,736	295	361
债权募资	330	-340	0	-4	0	0
其他	-2,113	-143	-3	-1,500	-1,200	-1,200
筹资活动现金净流	**-765**	**-102**	**1,049**	**-958**	**-506**	**-673**
现金净流量	**-643**	**521**	**1,052**	**-414**	**243**	**299**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	110	218	734	2,495	2,189	1,860
应收款项	156	242	224	274	321	395
存货	963	812	979	1,070	1,214	1,499
其他流动资产	1,360	2,252	3,704	5,991	6,534	7,881
流动资产	2,589	3,524	5,641	9,829	10,259	11,635
%总资产	65.4%	68.2%	76.1%	83.1%	72.2%	66.4%
长期投资	0	10	10	0	0	0
固定资产	1,009	1,274	1,391	1,603	3,149	4,777
%总资产	25.5%	24.7%	18.8%	13.5%	22.2%	27.3%
无形资产	208	306	310	321	705	979
非流动资产	1,368	1,641	1,775	2,004	3,954	5,877
%总资产	34.6%	31.8%	23.9%	16.9%	27.8%	33.6%
资产总计	**3,957**	**5,164**	**7,417**	**11,833**	**14,213**	**17,512**
短期借款	338	0	0	0	0	0
应付款项	1,617	1,598	1,503	1,140	1,358	1,706
其他流动负债	431	284	326	552	660	838
流动负债	2,386	1,882	1,830	1,693	2,018	2,544
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	34	36	30	35	40
负债	**2,386**	**1,917**	**1,865**	**1,723**	**2,053**	**2,584**
普通股股东权益	**1,571**	**3,248**	**5,551**	**10,110**	**12,160**	**14,928**
其中：股本	540	540	540	600	600	600
未分配利润	707	2,310	4,398	5,221	6,976	9,383
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**3,957**	**5,164**	**7,417**	**11,833**	**14,213**	**17,512**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	2.380	3.105	4.266	3.872	4.924	6.012
每股净资产	2.909	6.014	10.280	16.850	20.266	24.880
每股经营现金净流	2.155	3.537	4.254	4.626	5.190	6.483
每股股利	5.574	1.500	5.300	2.500	2.000	2.000
回报率						
净资产收益率	81.84%	51.63%	41.50%	22.98%	24.30%	24.16%
总资产收益率	32.49%	32.47%	31.06%	19.63%	20.79%	20.60%
投入资本收益率	60.36%	47.44%	39.57%	21.30%	21.48%	21.61%
增长率						
主营业务收入增长率	34.91%	25.21%	10.76%	0.45%	17.52%	24.10%
EBIT增长率	-13.36%	33.83%	42.64%	-1.93%	21.31%	23.49%
净利润增长率	-8.67%	30.45%	37.38%	0.85%	27.16%	22.10%
总资产增长率	0.96%	30.52%	43.62%	59.55%	20.11%	23.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.9	6.7	7.4	9.0	8.9	8.8
存货周转天数	57.6	56.4	55.6	65.0	64.0	64.0
应付账款周转天数	88.7	81.5	75.6	60.0	62.0	63.0
固定资产周转天数	48.6	48.4	41.9	42.2	52.7	58.1
偿债能力						
净负债/股东权益	14.48%	-6.71%	-28.65%	-29.19%	-22.01%	-15.92%
EBIT利息保障倍数	-31.5	-70.5	15.7	20.2	35.0	65.2
资产负债率	36.71%	36.74%	39.97%	37.29%	36.15%	34.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-28	增持	153.95	170.00～170.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH